

## Catalis

Reuters: AECO.DE

Bloomberg: XAE:GR

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 0,06

Kursziel: EUR 0,18 (vorher: EUR 0,18)

### Testronic mit dem besten Quartal seit Jahren

Musste man die Halbjahreszahlen noch mit einem gewissen Optimismus lesen, wird nun der Ergebnis-Turnaround nach neun Monaten auch dem Skeptiker offensichtlich. Mittlerweile ist Catalis auf gutem Weg, die angestrebte Guidance (Umsatz EUR 28 Mio., EBIT EUR 0,8-1,2 Mio.) zu erreichen. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating und unser Kursziel von EUR 0,18 je Aktie.

#### 9M und Q3 im Überblick

Gestern hat Catalis seinen endgültigen Q3-Bericht veröffentlicht, nachdem Kernelemente daraus bereits seit letzter Woche bekannt waren. Catalis erzielte in den ersten neun Monaten 2012 Umsätze in Höhe von EUR 20,8 Mio. (-0,6% YoY.). Auf Konzernebene erreichte Catalis ein EBIT von EUR 0,6 Mio. nach EUR 0,5 Mio. (+17,5% YoY) und ein Nachsteuerergebnis von EUR 0,4 Mio. nach EUR 0,2 Mio. im Vorjahr (+104,3% YoY).

Bezogen auf das dritte Quartal musste Catalis einen Rückgang der Umsätze um -1,7% auf EUR 7,3 Mio. hinnehmen, wohingegen sich das EBIT deutlich von EUR 0,0 Mio. auf EUR 0,4 Mio. verbesserte. Beim Nachsteuerergebnis konnte Catalis denn auch eine Rückkehr in die Gewinnzone vermelden: Nachdem in Q3/11 noch ein Verlust von EUR -0,1 Mio. vermeldet werden musste, wurde im dritten Quartal 2012 ein Gewinn von EUR 0,3 Mio. erzielt.

9M/2012		Act.	Erw.	Δ
<b>Umsatz</b>	<b>kEUR</b>	<b>20.809</b>	<b>20.548</b>	<b>1,3%</b>
Testronic	kEUR	12.112	11.988	1,0%
Kuju	kEUR	8.540	8.255	3,5%
DDP	kEUR	433	305	42,0%
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>584</b>	<b>646</b>	<b>-9,6%</b>
Testronic	kEUR	1.333	1.154	15,5%
Kuju	kEUR	470	659	-28,7%
DDP	kEUR	-184	-184	0,0%
Corporate	kEUR	-1.035	-983	5,3%
<b>Nettoergebnis</b>	<b>kEUR</b>	<b>425</b>	<b>625</b>	<b>-32,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Entwicklung auf Segmentebene

Im Segment **Testronic** erzielte Catalis in den ersten drei Quartalen Erlöse in Höhe von EUR 12,1 Mio. (nach EUR 10,1 Mio. in 9M/2011, +19,7% YoY) und lag damit deutlich über unseren Erwartungen und denen des Managements. Verantwortlich für diesen Anstieg war in erster Linie das Testen von Computerspielen (+91% YoY), das von der Zusammenarbeit mit dem weltweit führenden Social Games-Anbieter profitierte. Regional war Testronic insbesondere in Europa (+40% YoY) erfolgreich, während die nordamerikanischen Töchter von einem schwachen Marktumfeld belastet wurden.

Im Segment **Kuju** wurden nach neun Monaten Erlöse von EUR 8,5 Mio. nach EUR 10,8 Mio. im Vorjahreszeitraum erzielt (-21,0% YoY). Aufgrund der reduzierten Umsatzbasis ging das operative Ergebnis trotz deutlicher Kostensenkungen auf EUR 0,5 Mio. (Vj. EUR 1,2 Mio.) zurück.

WKN/ISIN: 927093/NL0000233625

Indizes: -

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 62,4 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 3,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 300.000

Veröffentlichung 2012: Ende April 2013

EUR Mio. (31/12)	2010	2011	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	25,8	26,4	27,9	32,4
<b>EBITDA</b>	-0,3	-1,1	1,5	1,7
<b>EBIT</b>	-1,7	-3,5	0,9	1,2
<b>EBT</b>	-2,6	-3,8	0,8	1,0
<b>EAT</b>	-2,4	-7,4	0,7	1,0

#### % vom Umsatz

<b>EBITDA</b>	-1,3%	-4,1%	5,3%	5,4%
<b>EBIT</b>	-6,6%	-13,4%	3,3%	3,6%
<b>EBT</b>	-10,0%	-14,4%	2,8%	3,1%
<b>EAT</b>	-9,2%	-28,1%	2,5%	3,0%

EUR (je Aktie)	2010	2011	2012e	2013e
<b>EPS</b>	-0,06	-0,17	0,01	0,02
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Buchwert</b>	0,33	0,17	0,14	0,15
<b>Cashflow</b>	0,02	-0,05	0,00	0,03

%	2010	2011	2012e	2013e
<b>EK-Quote</b>	45,6%	29,3%	35,4%	38,9%
<b>Gearing</b>	0,8%	2,6%	2,2%	2,1%

x	2010	2011	2012e	2013e
<b>KGV</b>	n/a	n/a	5,0	3,5
<b>EV/Umsatz</b>	0,65	0,72	0,43	0,33
<b>EV/EBIT</b>	n/a	n/a	12,8	9,1
<b>KBV</b>	0,8	1,3	0,4	0,4

EUR Mio.	2012e	2013e
<b>Guidance: Umsatz</b>	28,0	-
<b>Guidance: EBIT</b>	0,8-1,2	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

**Der Markt für Videospiele bleibt schwierig**

Dies zeigt, dass sich das Umfeld im Bereich der Spieleentwicklung deutlich eingetrübt hat: So sind die Umsätze der US-Videospieleindustrie seit elf Monaten rückläufig und liegen kumuliert (Spiele, Hardware und Zubehör) um rund 25% unter ihrem vergleichbaren Vorjahreswert. Nach wie vor wartet die Industrie auf den Vertriebsstart der nächsten Konsolen-Generation, der nun für Q3/2013 (PS4) bzw. Q1/2014 (Xbox) erwartet wird. Für das vierte Quartal könnten der Launch von Nintendos Wii U Ende November 2012 sowie die Veröffentlichung mehrerer Major-Spiele wie „Halo 4“ oder „Call of Duty – Black Ops 2“ positive Signale setzen. Allerdings ist aus unserer Sicht nicht zu erwarten, dass sich auf Gesamtjahressicht ein Rückgang des Weltmarktes für Videospiele vermeiden lässt.

**Guidance bestätigt**

Die Guidance, auf Gesamtjahressicht in die operative Gewinnzone zurückzukehren und bei den Umsätzen trotz der Dekonsolidierung der DDP einen Anstieg zu erreichen, wurde vom Management im Neunmonatsbericht bestätigt. Zwar rechnet das Management nunmehr damit, Umsätze von EUR 28,0 Mio. statt bislang EUR 28,0-30,0 Mio. zu erzielen, angesichts der Dekonsolidierung der Vatra Studios dürfte dies aber keine Überraschung sein. Beim EBIT erwartet Catalis unverändert einen Gewinn in der Bandbreite von EUR 0,8-1,2 Mio. Wir gehen davon aus, dass sich das Management im Jahresverlauf im Gegensatz zu den Vorjahren Spielraum geschaffen hat, so dass die Ergebnis-Guidance gut erreicht werden sollte.

Guidance 2012e:  
Umsatz EUR 28,0 Mio.  
EBIT EUR 0,8-1,2 Mio.

**Catalis generiert den Großteil seiner Erlöse über Dienstleistungen, die im Auftrag führender Medienunternehmen erbracht werden. Aufgrund des schlanken, aber personalintensiven Geschäftsmodells ist die Auslastung der Mitarbeiter ein wesentlicher Erfolgsfaktor. Während bei Testronic eine vorgeschriebene Checkliste fehlerfrei abgearbeitet werden muss, ist Kuju eher ein Kreativ-Center, das eigene Spieleideen entwirft und diese anschließend für seine Kunden als Outsourcing-Studio zur Marktreife bringt.**

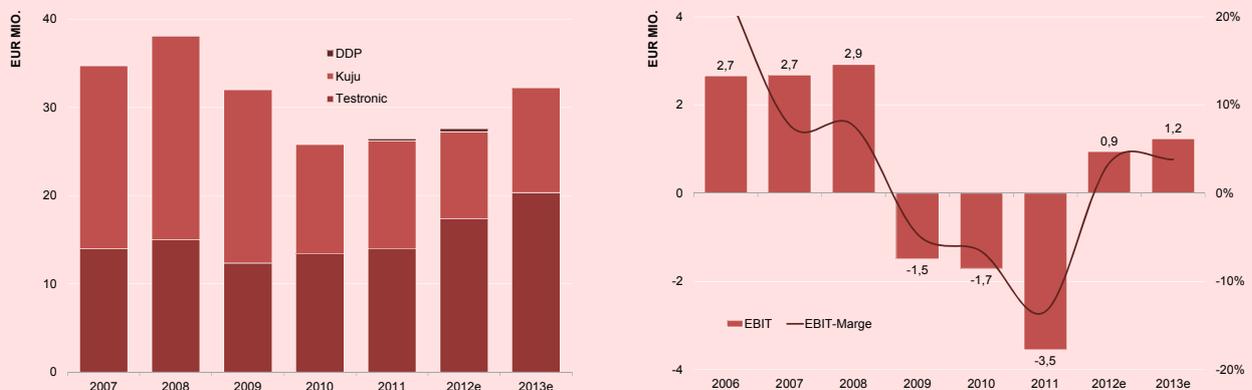
**Ertragslage dürfte sich im laufenden Jahr deutlich verbessern**

Im vergangenen Geschäftsjahr wurden Erlöse von EUR 26,4 Mio. bei einem operativen Verlust von EUR -3,5 Mio. erwirtschaftet. Nach der Dekonsolidierung der defizitären Doublesix Digital Publishing (DDP) wurde vom Management für das laufende Jahr die Rückkehr in die operative Gewinnzone in Aussicht gestellt. Wir rechnen mit Umsätzen von EUR 27,9 Mio. (+5,4% YoY) und einem operativen Ergebnis von EUR 0,9 Mio. (EBIT-Marge 3,3%). Damit sollte es Catalis gelingen, die Ergebnis-Guidance von EUR 0,8-1,2 Mio. zu erfüllen.

Wir haben unsere Erwartungen für das laufende und das kommende Geschäftsjahr nach den Q3-Zahlen leicht arrondiert.

Für 2013e erwarten wir Erlöse von EUR 32,4 Mio. und einen Anstieg des EBIT auf EUR 1,2 Mio. Die EBIT-Marge wird sich nach unseren Schätzungen bis 2013e auf 3,6% verbessern. Bezogen auf 62,4 Mio. Aktien rechnen wir mit einem Ergebnis je Aktie von EUR 0,01 in 2012e und EUR 0,02 in 2013e.

**ABBILDUNG 1: UMSATZ NACH SEGMENTEN (LS), EBIT UND EBIT-MARGE (RS)**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Unser Kursziel von EUR 0,18 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells („Base Case“). Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 0,06 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von rund 227%. Wir bestätigen daher unser Buy-Rating.**

#### **Bestätigung des Buy-Ratings und unseres Kursziels von EUR 0,18 je Aktie**

Das Geschäftsmodell von Catalis ist überaus personalintensiv, Fremd- und Materialkosten spielen demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle. Damit ist ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für Catalis. Hierfür spricht auch, dass durch die Kostensenkungen und Dekonsolidierungen die Grundlagen für das Wiedererreichen des operativen Break-even gelegt wurden und wir zudem davon ausgehen, dass es dem Catalis-Management im oligopolistisch geprägten Markt für Spiel-Testen und -Entwickeln gelingen wird, die operative Ertragslage auch über den Beobachtungszeitraum 2012e und 2013e weiter zu steigern.

#### **Basisannahmen für das DCF-Modell**

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- ✦ Catalis bis zum Jahr 2013e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von 10,7% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2014e-2022e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 6,0% erreichen werden;
- ✦ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- ✦ sich die EBIT-Margen von 3,6% in 2013e auf 9,7% in 2022e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 10,0% liegen werden.
- ✦ sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen steuerlichen Verlustvorträge bis 2015e auf einem nur von Mindeststeuern hervorgerufenen Niveau bewegen und danach auf ein durchschnittliches Niveau von 30,0% ansteigen wird;
- ✦ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,3% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ Catalis ein Fundamental-beta von 2,1 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Finanzstruktur mit 0,5 Punkten, Risiken aus der Wettbewerbsintensität und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,2 Punkten und Risiken aus dem Diversifizierungsgrad und des Geschäftsmodells mit jeweils 0,1 ein.
- ✦ Catalis einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- ✦ Catalis ein langfristiges Rating von BB- aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 2,0% verbunden ist;
- ✦ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 4,6% zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; trotz der erfreulichen Ertragsentwicklung gehen wir von deutlichen Risikoprämien für das Fremdkapital von aktuell etwa 15% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass Catalis eine Zielkapitalstruktur von ~75%/25% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell rund 11,0%.
- ✦ dass Catalis im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. Demzufolge unterstellen wir bis zum Terminal Value einen sukzessiven Rückgang der WACC von derzeit 11,0% auf dann 8,3%.

Bis 2013e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2022e endet.

#### **Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 0,18 je Aktie**

Dabei werden etwa 69,7% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 30,3% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 0,18 je Aktie

TABELLE 1: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zu aktuell EUR 0,06		Bewertung zu EUR 0,18	
	2012e	2013e	2012e	2013e
KGV	5,0	3,5	16,2	11,5
EV/Umsatz	0,43	0,33	0,71	0,56
EV/EBIT	12,8	9,1	21,1	15,6

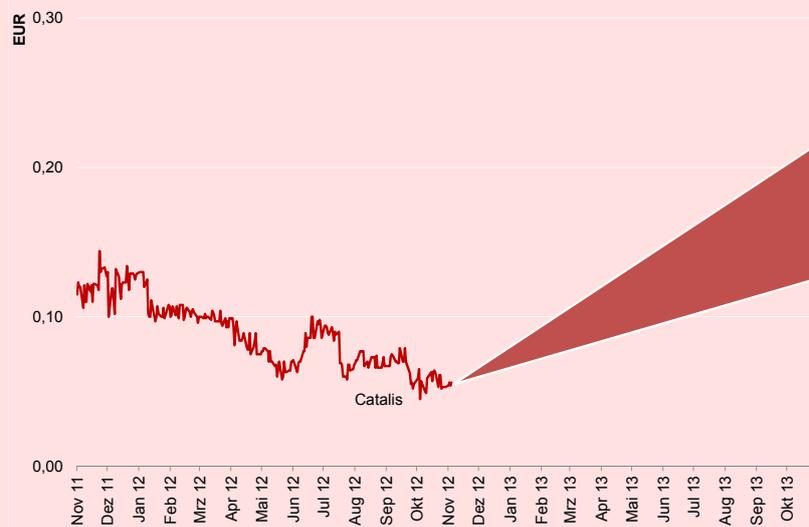
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:

Szenario-Analyse

- Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,4% von 1,3%. Damit würden wir unterstellen, dass die Intensivierung der Test-Aktivitäten im E-Books- und Spieletesten nicht die erwarteten Erfolge einführt und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht die erwarteten Verbesserungen der Margen zur Folge hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Catalis bis auf EUR 0,13 je Aktie zurückgehen.
- Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer noch schnelleren und intensiveren Umsetzung des Einstiegs in neue Geschäftsmodelle abzeichnen. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten weitere vertriebliche Erfolge beispielsweise im Spieletesten sein. Der Vertrag mit einem führenden Social Games-Publisher könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass sich dieses Szenario realisieren lässt. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Terminal Value-Phase von 2,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% bis 2022e unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,03 auf EUR 0,21 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 0,18 je Aktie. In unserem Bear Case-Szenario haben wir Rückschläge im Einstieg in neue Geschäftsmodelle (E-Books- oder Spieletesten) zum Beispiel in einem „Double Dip“ Umfeld unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neupositionierung noch stärker und noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Catalis in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Performance der Geschäftsentwicklung zunächst anlässlich der Veröffentlichung der Gesamtjahreszahlen, (2) die Gewinnung weiterer Aufträge im Bereich Casual Games Testing sowie mittelfristig (3) weitere Zuwächse der Profitabilität durch Hebung von Synergieeffekten und (4) die breite Vermarktung der achten Konsolengeneration.

## Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir folgende Risiken: (1) Bereits über mehrere Jahre hat Catalis Financial Covenants ihrer Bankkredite verletzt. Seither sind die Bankverbindlichkeiten als kurzfristig klassifiziert. Es ist u. E. ausgeschlossen, dass Catalis eine sofortige Zahlungsaufforderung seitens der Bank erfüllen könnte. (2) Die Wettbewerbsintensität unter den Third Party-Entwicklern ist intensiv, und auch die internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, den Kunden von Kuju, stellen für Kuju eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals dar.

Risiken

## Unternehmensprofil

Catalis besteht aus zwei Kerngeschäftsfeldern: (1) Testronic ist ein weltweit führender Outsourcing-Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für die Videospiele-, Home Entertainment-, Soft- und Hardwareindustrie. Das Dienstleistungsspektrum umfasst Funktionalitäts-, Kompatibilitäts-, Sicherheits-, Lokalisierungs- und Usability-Tests sowie Gerätezertifizierungen, die entweder von einem der fünf Standorte der Gesellschaft oder vor Ort beim Kunden angeboten werden. (2) Mit drei Studios in Großbritannien und Tschechien ist Kuju einer der führenden unabhängigen Spieleentwickler in Europa. Kuju entwickelt und vermarktet die Spiele nicht unter eigenem Namen, sondern ist ausschließlich als „verlängerte Werkbank“ im Auftrag großer Spieleentwickler aktiv (sog. „Work-for-Hire“).

Fokus auf Qualitätssicherung und Videospieldentwicklung

## Gewinn- und Verlustrechnung

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>11.464</b>	<b>34.727</b>	<b>38.063</b>	<b>32.005</b>	<b>25.793</b>	<b>26.415</b>	<b>27.854</b>	<b>32.383</b>	<b>36.391</b>
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,4%	16,3%	12,4%
Fremd- und Materialkosten	KEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-4.388	-4.891	-5.413
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-15,8%	-15,1%	-14,9%
Aufwand für Personal	KEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-12.355	-14.208	-15.444
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-44,4%	-43,9%	-42,4%
Verwaltungsaufwendungen	KEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-9.622	-11.546	-13.581
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-34,5%	-35,7%	-37,3%
<b>EBITDA</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.877</b>	<b>3.717</b>	<b>4.198</b>	<b>208</b>	<b>-341</b>	<b>-1.095</b>	<b>1.488</b>	<b>1.737</b>	<b>1.953</b>
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	5,3%	5,4%	5,4%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	16,7%	12,4%
Abschreibungen	KEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-556	-573	-619
Auf Sachanlagen	KEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-556	-573	-619
Amortisation	KEUR	-7	-126	-106	-84	-66	-484	0	0	0
Goodwill Impairment	KEUR	0	0	0	-219	-94	-1.122	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.661</b>	<b>2.676</b>	<b>2.916</b>	<b>-1.490</b>	<b>-1.704</b>	<b>-3.548</b>	<b>932</b>	<b>1.165</b>	<b>1.334</b>
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,3%	3,6%	3,7%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-126,3%	24,9%	14,5%
Finanzergebnis	KEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-243,00	-144,00	-145,44	-113,00
davon sonstige Zinserträge	KEUR	-231,00	-764,00	211,00	133,00	8,00	5,00	-32,00	-32,32	27,00
davon Zinsaufwendungen	KEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-420,00	-484,00	-645,00	-651,45	-140,00
in % vom Nettovermögen	KEUR	-2,0%	0,0%	-6,6%	-4,2%	-5,4%	-4,7%	-6,8%	-8,2%	-2,1%
Währungsdifferenzen	KEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	533,00	538,33	0,00
<b>EBT</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.219</b>	<b>1.665</b>	<b>2.067</b>	<b>-1.971</b>	<b>-2.582</b>	<b>-3.791</b>	<b>788</b>	<b>1.019</b>	<b>1.221</b>
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	2,8%	3,1%	3,4%
Steuern	KEUR	-18	165	51	1.692	211	-3.637	-97	-40	-240
Steuerquote	%	-0,8%	9,9%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	-12,3%	-3,9%	-19,7%
Nettoergebnis vor Minderheiten	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	691	979	981
Anteile Dritter	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoerg. nach Drittanteilen</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.201</b>	<b>1.830</b>	<b>2.118</b>	<b>-279</b>	<b>-2.371</b>	<b>-7.428</b>	<b>691</b>	<b>979</b>	<b>981</b>
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	2,5%	3,0%	2,7%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-109,3%	41,6%	0,2%
Anzahl der Aktien	1.000	22.959	26.890	26.890	36.328	37.879	43.047	62.424	62.424	62.424
Anzahl Aktien verwässert	1.000	27.323	29.630	28.643	36.650	37.879	43.047	62.424	62.424	62.424
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>
<b>EPS verwässert</b>	<b>EUR</b>	<b>0,08</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2012	Q2/2012	H1/2012	Q3/2012	9M/2012	Q4/2012e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>kEUR</b>	<b>6.902</b>	<b>6.632</b>	<b>13.534</b>	<b>7.275</b>	<b>20.809</b>	<b>7.045</b>	<b>27.854</b>
YoY	%	13,8%	-11,2%	0,0%	-1,7%	-0,6%	28,6%	5,4%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-801	-769	-1.570	-546	-2.116	-2.272	-4.388
in % der Umsätze	%	-11,6%	-11,6%	-11,6%	-7,5%	-10,2%	-32,3%	-15,8%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.206	-4.054	-8.260	-896	-9.156	-3.199	-12.355
in % der Umsätze	%	-60,9%	-61,1%	-61,0%	-12,3%	-44,0%	-45,4%	-44,4%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.487	-1.568	-3.055	-5.467	-8.522	-1.100	-9.622
in % der Umsätze	%	-21,5%	-23,6%	-22,6%	-75,1%	-41,0%	-15,6%	-34,5%
<b>EBITDA</b>	<b>kEUR</b>	<b>408</b>	<b>241</b>	<b>649</b>	<b>366</b>	<b>1.015</b>	<b>473</b>	<b>1.488</b>
EBITDA Marge	%	5,9%	3,6%	4,8%	5,0%	4,9%	6,7%	5,3%
YoY	%	6,8%	-55,5%	-29,7%	88,7%	-9,1%	-121,4%	n/a
Abschreibungen	kEUR	-310	-127	-437	6	-431	-125	-556
Auf Sachanlagen	kEUR	-160	-152	-312	-119	-431	-125	-556
Amortisation	kEUR	-150	25	-125	125	0	0	0
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>98</b>	<b>114</b>	<b>212</b>	<b>372</b>	<b>584</b>	<b>348</b>	<b>932</b>
EBIT Marge	%	1,4%	1,7%	1,6%	5,1%	2,8%	4,9%	3,3%
YoY	%	-38,0%	-63,1%	-54,6%	n/a	17,5%	-108,6%	-126,3%
Finanzergebnis	kEUR	-190,00	215,00	25,00	-97,00	-72,00	-72,00	-144,00
davon sonstige Zinserträge	kEUR	3,00	-3,00	0,00	-35,00	-35,00	3,00	-32,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-75,00	-118,00	-193,00	-377,00	-570,00	-75,00	-645,00
in % vom Nettovermögen	kEUR	-2,9%	-4,6%	-3,8%	-14,9%	-7,5%	-3,2%	-6,8%
Währungsdifferenzen	kEUR	-118,00	336,00	218,00	315,00	533,00	0,00	533,00
<b>EBT</b>	<b>kEUR</b>	<b>-92</b>	<b>329</b>	<b>237</b>	<b>275</b>	<b>512</b>	<b>276</b>	<b>788</b>
EBT-Marge	%	-1,3%	5,0%	1,8%	3,8%	2,5%	3,9%	2,8%
Steuern	kEUR	4	-74	-70	-17	-87	-10	-97
Steuerquote	%	-4,3%	-22,5%	-29,5%	-6,2%	-17,0%	-3,6%	-12,3%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	-88	255	167	258	425	266	691
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis nach Drittanteilen</b>	<b>kEUR</b>	<b>-88</b>	<b>255</b>	<b>167</b>	<b>258</b>	<b>425</b>	<b>266</b>	<b>691</b>
Nettomarge	%	-1,3%	3,8%	1,2%	3,5%	2,0%	3,8%	2,5%
YoY	%	n/a	22,0%	-42,2%	n/a	104,3%	-103,5%	-109,3%
Anzahl der Aktien	1.000	58.872	58.872	58.872	62.424	62.424	62.424	62.424
Anzahl Aktien verwässert	1.000	58.872	58.872	58.872	62.424	62.424	62.424	62.424
<b>EPS</b>	<b>EUR</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>
<b>EPS verwässert</b>	<b>EUR</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>10.081</b>	<b>18.586</b>	<b>17.694</b>	<b>19.148</b>	<b>20.351</b>	<b>17.312</b>	<b>16.284</b>	<b>16.171</b>	<b>15.581</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.899	14.950	13.237	13.461	14.105	14.331	14.331	14.331	14.331
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	62	364	197	129	906	997	0	0	0
Sachanlagen	kEUR	966	1.861	2.546	2.246	1.598	1.794	1.763	1.650	1.060
Beteiligungen	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	1.288	1.411	1.714	3.312	3.742	190	190	190	190
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>13.424</b>	<b>10.567</b>	<b>9.841</b>	<b>8.567</b>	<b>6.874</b>	<b>8.073</b>	<b>7.834</b>	<b>8.403</b>	<b>9.918</b>
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.110	4.826	5.478
Vorräte	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	151	124	119	569	77	222	35	20	0
Sonstige Vermögensgegenstände	kEUR	1.028	3.128	3.046	3.797	2.049	2.929	2.699	2.780	2.863
Ertragssteuern	kEUR	115	9	61	284	178	87	0	0	0
Zahlungsmittel	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	990	777	1.577
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>23.505</b>	<b>29.153</b>	<b>27.535</b>	<b>27.715</b>	<b>27.225</b>	<b>25.385</b>	<b>24.119</b>	<b>24.574</b>	<b>25.499</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.310</b>	<b>12.856</b>	<b>12.484</b>	<b>14.113</b>	<b>12.406</b>	<b>7.439</b>	<b>8.540</b>	<b>9.565</b>	<b>10.785</b>
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.296	2.689	2.689	3.788	3.788	5.887	6.242	6.242	6.242
Kapitalrücklagen	kEUR	15.747	18.540	18.540	18.808	18.808	19.384	19.384	19.384	19.384
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	731	779	366	379	406	434	465	497
Gewinnrücklagen	kEUR	-8.623	-7.314	-5.162	-5.003	-7.374	-14.802	-14.111	-13.131	-12.150
Währungsunterschiede	kEUR	-147	-1.790	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.410	-3.395	-3.188
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>10.838</b>	<b>8.233</b>	<b>6.629</b>	<b>187</b>	<b>102</b>	<b>190</b>	<b>191</b>	<b>197</b>	<b>203</b>
Finanzschulden	kEUR	10.598	8.180	6.420	0	0	0	0	0	0
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	145	91	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	240	53	64	96	102	190	191	197	203
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>3.357</b>	<b>8.064</b>	<b>8.422</b>	<b>13.415</b>	<b>14.717</b>	<b>17.756</b>	<b>15.387</b>	<b>14.813</b>	<b>14.511</b>
Finanzschulden	kEUR	0	0	880	6.420	5.540	8.625	6.971	5.500	5.500
Überziehungskredit	kEUR	0	8	948	1.084	2.281	1.722	2.538	2.414	1.184
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	106	186	113	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	2.855	5.073	3.738	3.779	5.967	5.465	5.820	6.834	7.757
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	150	1.321	2.455	595	732	1.295	0	0	0
Steuerschulden	kEUR	274	10	207	109	84	53	58	64	71
Rückstellungen	kEUR	78	1.652	88	1.242	0	596	0	0	0
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>23.505</b>	<b>29.153</b>	<b>27.535</b>	<b>27.715</b>	<b>27.225</b>	<b>25.385</b>	<b>24.119</b>	<b>24.574</b>	<b>25.499</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>43%</b>	<b>64%</b>	<b>64%</b>	<b>69%</b>	<b>75%</b>	<b>68%</b>	<b>68%</b>	<b>66%</b>	<b>61%</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	59%	58%	56%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	0%	0%	0%
Sachanlagen	%	4%	6%	9%	8%	6%	7%	7%	7%	4%
Beteiligungen	%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	5%	6%	12%	14%	1%	1%	1%	1%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>57%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>31%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>34%</b>	<b>39%</b>
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	17%	20%	21%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	0%	0%	2%	0%	1%	0%	0%	0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	4%	11%	11%	14%	8%	12%	11%	11%	11%
Ertragssteuern	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	36%	9%	4%	4%	4%	3%	4%	3%	6%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100%</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>40%</b>	<b>44%</b>	<b>45%</b>	<b>51%</b>	<b>46%</b>	<b>29%</b>	<b>35%</b>	<b>39%</b>	<b>42%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	10%	9%	10%	14%	14%	23%	26%	25%	24%
Kapitalrücklagen	%	67%	64%	67%	68%	69%	76%	80%	79%	76%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-59%	-53%	-48%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-14%	-13%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>46%</b>	<b>28%</b>	<b>24%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>14%</b>	<b>28%</b>	<b>31%</b>	<b>48%</b>	<b>54%</b>	<b>70%</b>	<b>64%</b>	<b>60%</b>	<b>57%</b>
Finanzschulden	%	0%	0%	3%	23%	20%	34%	29%	22%	22%
Überziehungskredit	%	0%	0%	3%	4%	8%	7%	11%	10%	5%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	17%	14%	14%	22%	22%	24%	28%	30%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	5%	9%	2%	3%	5%	0%	0%	0%
Steuerschulden	%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	6%	0%	4%	0%	2%	0%	0%	0%
<b>Gesamt Passiva</b>	%	<b>100%</b>								

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzernergebnis	kEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	691	979	981
Abschreibungen	kEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	556	573	619
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	-12	1.574	-1.564	1.154	-1.242	596	-596	0	0
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	0	48	25	27	27	28	30	33
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	18	-165	-51	-1.692	-211	3.637	189	46	246
Δ sonstige Aktiva	kEUR	-1.059	-446	-818	1.471	1.452	-1.455	342	-782	-715
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	-940	1.014	923
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	-165	0	-113	-18	-513	-44	-102	-52	0
<b>CFO</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.763</b>	<b>1.943</b>	<b>490</b>	<b>407</b>	<b>822</b>	<b>-2.158</b>	<b>201</b>	<b>1.841</b>	<b>2.060</b>
Investitionen Immaterielles Vermögen	kEUR	-4.363	-428	61	-16	-843	-575	997	0	0
Investitionen Sachanlagen	kEUR	-1.088	-944	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-525	-459	-29
Bereinigungen	kEUR	0	-5.858	-207	164	23	-1.094	0	0	0
<b>CFI</b>	<b>kEUR</b>	<b>-5.451</b>	<b>-7.230</b>	<b>-2.007</b>	<b>-947</b>	<b>-1.375</b>	<b>-2.712</b>	<b>472</b>	<b>-459</b>	<b>-29</b>
<b>FCF</b>	<b>kEUR</b>	<b>-2.688</b>	<b>-5.287</b>	<b>-1.517</b>	<b>-540</b>	<b>-553</b>	<b>-4.870</b>	<b>673</b>	<b>1.381</b>	<b>2.031</b>
Barkapitalerhöhungen	kEUR	-16	0	0	1.367	-12	2.675	355	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	kEUR	8.180	0	-880	-880	-880	3.085	-1.654	-1.471	0
Auszahlungen Dividende	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	kEUR	0	0	251	0	12	0	0	0	0
<b>CFF</b>	<b>kEUR</b>	<b>8.164</b>	<b>0</b>	<b>-629</b>	<b>487</b>	<b>-880</b>	<b>5.760</b>	<b>-1.299</b>	<b>-1.471</b>	<b>0</b>
Δ Liquide Mittel	kEUR	5.420	-5.824	-2.544	-162	-1.332	394	-625	-90	2.031
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	3.126	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-1.547	-1.637
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>kEUR</b>	<b>8.546</b>	<b>2.722</b>	<b>178</b>	<b>16</b>	<b>-1.316</b>	<b>-922</b>	<b>-1.547</b>	<b>-1.637</b>	<b>393</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

## Segmente

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Konzern</b>										
Umsatzerlöse	kEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.854	32.383	36.391
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,4%	16,3%	12,4%
EBIT	kEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	932	1.165	1.334
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	3,8%	-73,8%	4,9%	4,3%	4,5%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-126,3%	24,9%	14,5%
<b>Testronic</b>										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	17.398	20.356	22.783
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	24,7%	17,0%	11,9%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	1.781	1.650	1.650
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	10,2%	8,1%	7,2%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	94,5%	-7,4%	0,0%
<b>Kuju</b>										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	10.022	12.027	13.607
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	-18,3%	20,0%	13,1%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	690	911	1.143
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	6,9%	7,6%	8,4%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	32,0%	25,5%
<b>DDP</b>										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	194	433	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	123,2%	-100,0%	n/a
EBIT	kEUR	0	0	0	0	-399	-2.976	-184	0	0
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	645,9%	-93,8%	-100,0%	n/a
<b>Corporate</b>										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	kEUR	0	-1.587	-920	-1.284	-1.093	-1.331	-1.355	-1.396	-1.459
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	-42,0%	39,6%	-14,9%	21,8%	1,8%	3,0%	4,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## DCF-Modell

		2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV
<b>Umsatz</b>	<b>kEUR</b>	<b>27.854</b>	<b>32.383</b>	<b>36.391</b>	<b>40.528</b>	<b>44.393</b>	<b>47.630</b>	<b>50.065</b>	<b>51.757</b>	<b>52.919</b>	<b>53.789</b>	<b>54.539</b>	<b>55.248</b>
Umsatzwachstum	%	5,4%	16,3%	12,4%	11,4%	9,5%	7,3%	5,1%	3,4%	2,2%	1,6%	1,4%	1,3%
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>932</b>	<b>1.165</b>	<b>1.334</b>	<b>1.794</b>	<b>2.302</b>	<b>2.832</b>	<b>3.357</b>	<b>3.864</b>	<b>4.353</b>	<b>4.833</b>	<b>5.315</b>	<b>5.525</b>
EBIT-Marge	%	3,3%	3,6%	3,7%	4,4%	5,2%	5,9%	6,7%	7,5%	8,2%	9,0%	9,7%	10,0%
Steuerquote (τ)	%	12,3%	3,9%	19,7%	24,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>EBIT(1-τ)</b>	<b>kEUR</b>	<b>818</b>	<b>1.119</b>	<b>1.072</b>	<b>1.348</b>	<b>1.611</b>	<b>1.982</b>	<b>2.350</b>	<b>2.705</b>	<b>3.047</b>	<b>3.383</b>	<b>3.721</b>	<b>3.867</b>
Reinvestment	kEUR	472	-459	-29	-1.764	-1.742	-1.527	-1.185	-838	-579	-435	-375	-606
<b>FCFF</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.290</b>	<b>660</b>	<b>1.043</b>	<b>-416</b>	<b>-130</b>	<b>455</b>	<b>1.165</b>	<b>1.867</b>	<b>2.468</b>	<b>2.949</b>	<b>3.346</b>	<b>3.262</b>
Invested Capital	kEUR	14.521	14.288	14.708	16.473	18.214	19.741	20.927	21.764	22.344	22.779	23.153	
ROCE	%	5,6%	7,8%	7,3%	8,2%	8,8%	10,0%	11,2%	12,4%	13,6%	14,9%	16,1%	
WACC	%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,6%	10,3%	9,9%	9,5%	9,1%	8,7%	8,3%	
PV(FCFF)	kEUR	<b>1.161</b>	<b>535</b>	<b>762</b>	<b>-274</b>	<b>-77</b>	<b>246</b>	<b>572</b>	<b>837</b>	<b>1.015</b>	<b>1.115</b>	<b>1.169</b>	
Terminal Cashflow	kEUR	3.262											
Terminal Cost of Capital	kEUR	8,3%											
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	2,0%											
Terminal Value	kEUR	35.515											
PV(Terminal Value)	kEUR	12.406											
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	7.061											
<b>Wert der operativen Assets</b>	<b>kEUR</b>	<b>19.466</b>											
						<b>EUR</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,2%</b>
						<b>7,0%</b>	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11	0,10
Finanzschulden	kEUR	-6.971				<b>8,0%</b>	0,15	0,15	0,14	0,14	0,13	0,12	0,12
Überziehungskredit	kEUR	-2.538				<b>9,0%</b>	0,17	0,17	0,16	0,16	0,15	0,14	0,14
Cash	kEUR	990				<b>10,0%</b>	0,20	0,19	0,18	<b>0,18</b>	0,17	0,16	0,15
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>kEUR</b>	<b>10.948</b>				<b>11,0%</b>	0,22	0,21	0,20	0,20	0,19	0,18	0,17
Anzahl Aktien	1,000	62.424				<b>12,0%</b>	0,24	0,23	0,22	0,22	0,21	0,20	0,19
<b>Wert je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>0,18</b>				<b>13,0%</b>	0,26	0,25	0,24	0,24	0,23	0,22	0,21

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Key Data</b>										
Umsatz	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	27.854	32.383	36.391
Rohrertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	23.466	27.492	30.978
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.488	1.737	1.953
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	932	1.165	1.334
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	788	1.019	1.221
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	691	979	981
Anzahl Mitarbeiter		173	418	544	434	366	344	330	340	350
<b>Je Aktie</b>										
Kurs Hoch	EUR	1,56	1,50	1,26	0,39	0,32	0,34	0,13		
Kurs Tief	EUR	0,97	0,84	0,23	0,15	0,13	0,10	0,06		
Kurs Durchschnitt	EUR	1,27	1,17	0,75	0,27	0,23	0,22	0,10		
Schlusskurs	EUR	1,20	1,26	0,32	0,24	0,26	0,22	0,06	0,06	0,06
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,02	0,02
BVPS	EUR	0,41	0,48	0,46	0,39	0,33	0,17	0,14	0,15	0,17
CFPS	EUR	0,12	0,07	0,02	0,01	0,02	-0,05	0,00	0,03	0,03
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									0,18
Performance bis Kursziel	%									227,3%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>										
Rohrertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	84,2%	84,9%	85,1%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	5,3%	5,4%	5,4%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,3%	3,6%	3,7%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	2,8%	3,1%	3,4%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	2,5%	3,0%	2,7%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2,4%	4,3%	5,6%
ROE	%	23,6%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	8,7%	10,8%	9,6%
NWC/Umsatz	%	7,6%	-1,7%	4,6%	-3,0%	-9,2%	-5,4%	-6,1%	-6,2%	-6,3%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	66,3	83,1	70,0	73,7	70,5	76,8	84,4	95,2	104,0
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,3	2,8	3,4	3,8
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-1,9%	-1,4%	-0,1%
<b>Wachstumsraten</b>										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	5,4%	16,3%	12,4%
Rohrertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	7,5%	17,2%	12,7%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	16,7%	12,4%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	24,9%	14,5%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	29,3%	19,8%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	41,6%	0,2%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-6,0%	n/a	41,6%	0,2%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	813,4%	11,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

## Auf einen Blick II

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Bilanzkennzahlen</b>										
Sachanlagevermögen	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	16.284	16.171	15.581
Umlaufvermögen	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.834	8.403	9.918
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.540	9.565	10.785
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	15.578	15.009	14.714
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	35,4%	38,9%	42,3%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,2%	2,1%	1,9%
Working Capital	kEUR	729	-489	1.751	-962	-2.362	-1.430	-1.710	-2.008	-2.279
Capital Employed	kEUR	1.757	1.736	4.494	1.413	142	1.361	53	-358	-1.219
<b>Enterprise Value</b>										
Anzahl Aktien	Mio.	23,0	26,9	26,9	36,3	37,9	43,0	62,4	62,4	62,4
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	35.816	40.335	33.881	14.168	12.121	14.636	8.115		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	22.270	22.588	6.185	5.449	4.924	4.305	3.745		
Marktkapitalisierung Durchschn.	kEUR	29.043	31.461	20.033	9.809	8.523	9.470	5.930		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.551	33.881	8.605	8.719	9.849	9.470	3.433	3.433	3.433
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	8.519	7.137	5.107
Pensionsrückstellungen	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlagen Anlageverm.	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value Hoch	kEUR	38.734	45.801	41.003	20.572	18.977	24.183	16.634		
Enterprise Value Tief	kEUR	25.188	28.054	13.307	11.853	11.780	13.852	12.264		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	31.961	36.927	27.155	16.213	15.379	19.017	14.449		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	30.469	39.347	15.727	15.123	16.705	19.017	11.952	10.570	8.540
<b>Bewertungskennzahlen</b>										
EV/Umsatz Hoch	x	3,38	1,32	1,08	0,64	0,74	0,92	0,60		
EV/Umsatz Tief	x	2,20	0,81	0,35	0,37	0,46	0,52	0,44		
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,79	1,06	0,71	0,51	0,60	0,72	0,52		
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,66	1,13	0,41	0,47	0,65	0,72	0,43	0,33	0,23
EV/EBITDA	x	10,6	10,6	3,7	72,7	n/a	n/a	8,0	6,1	4,4
EV/EBIT Hoch	x	14,6	17,1	14,1	n/a	n/a	n/a	17,8		
EV/EBIT Tief	x	9,5	10,5	4,6	n/a	n/a	n/a	13,2		
EV/EBIT Durchschnitt	x	12,0	13,8	9,3	n/a	n/a	n/a	15,5		
EV/EBIT Schlusskurs	x	11,5	14,7	5,4	n/a	n/a	n/a	12,8	9,1	6,4
KGV Hoch	x	16,3	22,0	16,0	n/a	n/a	n/a	11,7		
KGV Tief	x	10,1	12,3	2,9	n/a	n/a	n/a	5,4		
KGV Durchschnitt	x	13,2	17,2	9,5	n/a	n/a	n/a	8,6		
KGV Schlusskurs	x	12,5	18,5	4,1	n/a	n/a	n/a	5,0	3,5	3,5
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,4	0,4	0,3
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	17,0	1,9	1,7
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	19,6%	40,2%	59,1%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>										
Operativer Cashflow	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	201	1.841	2.060
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	472	-459	-29
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	673	1.381	2.031
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-1.299	-1.471	0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

**Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.**

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

**Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

**Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

**Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

**Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

**Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

**Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

**Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

**Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.

**Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

**Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

<b>Datum:</b>	<b>Kursziel:</b>	<b>Anlageempfehlung:</b>	<b>Interessenskonflikte (Key-Angabe)</b>
29.11.2012	EUR 0,18	Buy	8
16.08.2012	EUR 0,18	Buy	1; 8
16.07.2012	EUR 0,20	Buy	1; 8
09.07.2012	EUR 0,22	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:****Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung des Erstellers dieser Studie**

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.